



# 轻工制造行业新型烟草行业重 大事项点评：电子烟管理办法 落地 利好头部



12月2日《电子烟管理办法》(征求意见稿)公布,落地时点超出市场预期,监管细节整体符合我们“中性情形”的判断,类专卖化监管与中烟体系走向融合,中烟对电子烟定位向HNB靠拢。我们判断大概率中烟将在批发环节统购统销,在生产、零售环节进行“许可证”授权管理,产品执行“登记制度”、技术审评,通过“电子烟交易管理平台”实现全流程监管,但税收落地尚需等待。进入门槛大幅抬高,利好头部企业,其中思摩尔产能规模领先、技术实力雄厚、海内外市占率较高,将大概率分享行业渗透率提升的红利。长期看监管加速推进有望引导行业走向规范、良性、可持续发展,长坡厚雪特征显著,维持行业“强于大市”评级,首推思摩尔国际。

**监管范围:**适用液体雾化电子烟和固体雾化电子烟,涵盖烟弹+烟具,不包括加热卷烟(HNB)产品。参考《电子烟管理办法》(征求意见稿)及《电子烟国标》(征求意见稿)及其《编制说明》,我们判断监管范围包含液体雾化电子烟和固体雾化电子烟(俗称“草本烟”,又称低温本草、植物芯、香弹、茶烟等),同时涵盖了烟弹、烟具以及烟弹与烟具组合销售的产品,但不包括已纳入卷烟管理的加热卷烟(HNB)。

**生产环节:**产品“登记制度”及“烟草专卖生产企业许可证”申领边际利好头部ODM商,大幅提升国内代工经营确定性。《电子烟管理办法》(征求意见稿)规定电子烟产品境内上市前应当向中烟“登记”、通过“技术评审”后纳入“电子烟产品目录”,各生产环节均需要申请烟草专卖生产企业许可证”或变更许可范围(针对已取得的“烟草专卖生产企业许可证”),生

产及代工企业“扩产”及“技改”也需经中烟批准。行业的准入门槛大幅提高,边际上利好产能规模领先、技术实力雄厚、海内外市占率较高的 ODM 龙头思摩尔,《电子烟管理办法》(征求意见稿)如获通过,其国内业务经营确定性有望大幅提升。

批发环节:大概率中烟垄断经营统购统销,符合我们中性情形判断。《电子烟管理办法》(征求意见稿)规定取得“烟草专卖批发企业许可证的企业”,变更许可范围后方可从事电子烟产品批发业务。由于并未对如何取得“烟草专卖批发企业许可证”做出明确说明,考虑到过往“烟草专卖批发企业许可证”仅存在于中烟各级烟草专卖局批发体系内,我们判断大概率中烟垄断批发环节经营进行统购统销。该政策细节符合我们前期对政策走向中性情形的判断,中烟垄断批发环节便于降低征税成本,但会导致雾芯科技渠道掌控力大幅削弱,内在商业价值受损。在此背景下,思摩尔国内业务成长性及盈利能力预期存下修可能性,但经营确定性将提升。

零售环节:终端“零售许可证”管理,“电子烟交易管理平台”实现全流程监管。《电子烟管理办法》(征求意见稿)规定从事电子烟零售业务应当申领“烟草专卖零售许可证”或变更许可范围(针对已取得的“烟草专卖零售许可证”)。由中烟建立全国统一的电子烟交易管理平台,生产及代工、品牌、烟碱生产、批发企业均应在“交易管理平台”中进行交易。我们认为“零售许可证”管理符合行业预期,“零售许可证”许可范围或将区分卷烟与电子烟,以限制电子烟网点的扩张速度,但未来卷烟预计约 600 万个零

售终端的网络或成为电子烟扩大销售规模的有利支撑。中烟通过“交易管理平台”对产业链进行全流程监管,大幅提升行业发展“计划性”、“可控性”,预计行业在中烟严格监管下限速有序发展。

**出口及税收:**出口业务预计稳定,税收落地尚需等待国家税收法律法规调整。《电子烟管理办法》(征求意见稿)规定出口业务也应取得“烟草专卖生产企业许可证”,包装上应标注“专供出口”字样,应当符合出口目的地国家或地区的法律法规和标准要求;电子烟税收征缴按照国家税收法律法规执行。我们认为思摩尔在国际雾化电子烟产业链上处于领导地位,同时也是创汇大户,大概率能够顺利取得“烟草专卖生产企业许可证”,海外业务预计维持稳定。税收细节还需等待国家税收层面的改革推进,随监管进程加速税收也有望加速落地。

**风险因素:**许可证发放进度及数量低于预期;政策严厉程度超预期;政策进度不达预期;品牌端竞争加剧;雾化技术竞争及迭代加剧。

**投资策略:**我们认为思摩尔产能国内领先,雾化技术及产品处在全球领导地位、经历过美国 PMTA 的规范和考验,且为国家创造可观的外汇收入,

**预览已结束,完整报告链接和二维码如下:**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_30499](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30499)

